

商品先物取引とインサイダー取引

～電力に関する東京商品取引所の業務規程・細則を中心に～

山本真知子

はじめに

～商品先物取引法におけるインサイダー取引規制の不存在～

商品先物取引法には、金融商品取引法163条から167条の2のようなインサイダー取引規制に関する規定は存在しない。このことは、株式発行会社に相当するものが存在しないことや、市場に影響を及ぼすような主体が想定されていないためであるとされる⁽¹⁾。インサイダー取引自体を規制する必要がないという「立法趣旨」であるともいう⁽²⁾。

これに対して、電力先物規制にあたっては、市場支配力を有するプレイヤーの存在を考慮すべきであるとして、業務規程等において、インサイダー規制の対応を図ることに積極的な意見や、電力は他の商品と異なるものなので立法的な手当と言うよりも、市場におけるルールにおいて業務規程のような契約的な手当によって対処するのがよいなどの意見が⁽³⁾⁽⁴⁾

(1) 電力先物市場の在り方に関する検討会（第2回）議事要旨（2018（平成30）年1月30日開催）https://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/denryoku_sakimono/pdf/002_giji.pdf 3頁（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。

(2) 電力先物市場の在り方に関する検討会・前掲注(1)4頁。

(3) 電力先物市場の在り方に関する検討会・前掲注(1)3頁。

(4) 電力先物市場の在り方に関する検討会・前掲注(1)4-5頁。

論 説

存在していた。現在、後述するように、電力のインサイダー取引については株式会社東京商品取引所（Tokyo Commodity Exchange、略称 TOCOM）の業務規程及び細則がこれについての定め⁽⁵⁾をおいている。

本稿においては、電力の先物取引の必要性和商品先物取引法2条1項4号に一定の条件をみだす電力を追加した2014（平成26）年の商品先物取引法改正などの背景に触れた上で（一）、電力取引におけるインサイダー取引規制の必要性和株式会社東京商品取引所の業務規程及び細則について検討し（二）、電力のインサイダー取引規制の特殊性と商品先物取引一般についてのインサイダー取引規制の方向性につき、欧米の動向も踏まえて今後の課題を抽出したい（おわりに）。

一 電力小売完全自由化と2014（平成26）年商品先物取引法改正

1 電力小売完全自由化と先物取引の必要性

(1) 電力小売完全自由化

2016（平成28）年4月1日以降、電力の小売が完全自由化された⁽⁶⁾。

電力の小売完全自由化の目的の一つは、これまで特定の事業者が独占していた電力事業を広く開放し、それにより事業者間の競争を促し、電気料金の抑制⁽⁷⁾につなげることにあったとされる。

(5) 東京商品取引所「業務規程」https://www.tocom.or.jp/jp/rule/Market_Rules_20200727.pdf（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。同「電力におけるインサイダー規制に関する細則」https://www.tocom.or.jp/jp/rule/29_denryokuniokeruinsaidakiseinikansurusaisoku_20200727.pdf（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。

(6) 電力小売全面自由化については、経済産業省資源エネルギー庁「電力の小売全面自由化」https://www.enecho.meti.go.jp/category/electricity_and_gas/electric/electricity_liberalization/（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。

(7) このような、①電気料金の最大限の抑制の他にも、②電気利用者の選択肢を増やし、企業の事業機会を拡大すること、③電力の安定供給の確保、も目的とされていた。③との関係では、2011（平成23）年3月に発生した東日本大震災の発

(2) 電力の先物取引の必要性

電力の小売全面自由化に伴い、先物取引が必要とされるようになった。従来、垂直一貫体制や総括原価方式、燃料費調整制度のもと、電気事業者の負う価格変動リスクは最小限に抑えられていた。小売が全面自由化されると、電気事業者が負う価格変動リスクの増加が想定されること、当該リスクをヘッジするための環境整備が必要とされることがその理由である⁽⁸⁾。

特に、電力の性質として、貯蔵できないことが挙げられる。したがって、安定的に電力を供給するためには、国内で需要と供給の同時同量を満たすことで電力システムの周波数を維持する必要がある。このような電力の特性から、発電設備の稼働状況や天候変化等を受けて需給が大きく変動するような場合は大幅に動く傾向があることになる⁽⁹⁾。そのため、このような電力の特性（貯蔵不可、同時同量性、安定供給の必要性等）を踏まえば、先物によるヘッジニーズがあるとの議論がなされた⁽¹⁰⁾。電力の商品先物には、以上に述べたような価格変動リスクのヘッジ機能の提供に加えて、透明かつ公正な価格形成機能の提供という機能も期待されている⁽¹¹⁾。そして、各社の管理体制や規制当局による一貫した市場監視の観

生に際し、大規模電源の被災による電力不足が起こったことから、緊急の場合などには、広域間で電気をフレキシブルに供給しあうことのできる体制作りも制度改革の重要な目的の一つとされた。経済産業省資源エネルギー庁「電力小売全面自由化で、何が変わったのか？」(2017(平成29)年9月18日) <https://www.enecho.meti.go.jp/about/special/tokushu/denryokugaskaikaku/denryokujiyuka.html> (最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。

(8) 経済産業省商務・サービスグループ「電力先物市場の在り方に関する検討会報告書」(平成30(2018)年4月) https://www.meti.go.jp/report/whitepaper/data/pdf/20180404001_01.pdf 3頁 (最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。

(9) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)3・9頁。

(10) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)7頁。

(11) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)4頁。

点から、電力先物市場は国内に創設することが望ましいとされた。⁽¹²⁾

2 2014年（平成26）年商品先物取引法改正と東京商品取引所での取引開始

(1) 2014（平成26）年商品先物取引法改正

2014（平成26）年、電力の先物取引の開始を視野に入れた商品先物取引法の改正がなされた。商品先物取引法2条1項4号に一定の条件を充たす電力が追加されたのである。同号で定義される「電力」すなわち「一定の期間における一定の電力を単位とする取引の対象となる電力」も商品先物取引法上の先物取引の対象となり得ることとなった。⁽¹⁴⁾なお、「上場商品」を定義する商品先物取引法2条7項では「商品たる物品または電力」と規定されることから明らかなように、「電力」は「物品」ではない。⁽¹⁵⁾

(2) 東京商品取引所における電力先物の取引開始

2019（令和元年）年9月17日、東京商品取引所において3年間の期限付きで電気が試験上場され、日本初となる電力先物の取引が開始された。⁽¹⁶⁾この電力先物取引は、一般社団法人卸電力取引所、Japan Electric Power eXchange、略称JEPX）スポット市場における将来の販売・購入価格を予め決める取引である。⁽¹⁷⁾

(12) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)7頁。

(13) 河内隆史=尾崎安央『新版 商品先物取引法』（商事法務、2019年）10頁。

(14) 河内=尾崎・前掲注（13）10頁。

(15) 河内=尾崎・前掲注（13）10頁。

(16) 日経新聞2019（令和元）年9月13日朝刊20頁。

(17) 電力先物取引の特徴として、以下のような点が挙げられている。第1に、現金決済取引であるが、電力先物では現金の受渡しはなく、取引は全て、最初に取引した価格と最後に決済した価格の差額を金銭で拝受して終了する。電力先物と

商品先物取引とインサイダー取引

なお、いわゆる「総合取引所化」に伴い、政令指定により10の「商品」が金融商品として金融商品取引所において取引されることとなったが⁽¹⁸⁾、これらに「電力」は含まれておらず、電力は引き続き東京商品取引所の市場において取引されている。2019年6月28日に10種、2020年6月10日に2種の商品が政令指定されたが、電気は含まれていない⁽¹⁹⁾⁽²⁰⁾。

JEPX スポット取引を併用することで、将来の価格を固定しながら現物調達・販売が可能となる。第2に、後述するように、多様な参加者・取引形態が存在することである。電力先物では、電力会社だけではなく、国内外の金融プレーヤーも取引所のメンバーとなって参加可能である。また、取引所のメンバー以外にも、商品先物取引業者に口座を開設して取引に参加することが可能である。もとより、商品先物取引であるので、第3に、証拠金と値洗いについてである。電力先物では、取引にあたって、売り手も買い手も、取引の担保金である証拠金を預託する必要がある。また、毎日、全ての建玉価値をその日の値段で洗い替え（値洗い）して、評価損（値洗損）が生じたほうから評価益（値洗益）が生じたほうに金銭が移動する。第4に、清算機関が取引の履行を保証する点である。電力先物は、全て匿名で取引されるが、清算機関（クリアリングハウス）が、取引のカウンターパーティーとなって取引の履行を保証するため、取引相手の与信リスクを気にする必要はない。電力先物の取引を行わなくても、クリアリング機能だけを利用するOTCクリアリングも可能である。東京商品取引所「電力先物取引の概要」（2019（令和元）年8月）https://www.tocom.or.jp/uploads/2019/20190809_TOCOM_ElectricityFuturesOutline.pdf 8頁（最終アクセス日2021（令和3年）1月4日）。

(18) 2012（平成24）年金融商品取引法改正において、「金融商品」の定義（金融商品取引法2条4項）に商品先物取引法上の「商品」（商品先物取引法2条1項参照）のうち所定の条件をみたすものとして政令指定されたものが加えられた（2条21項・同条24項3号の2）。デリバティブ取引のために商品（コモディティ）を上場する取引所は内閣総理大臣（金融庁）が一元的に監督を行うが、なにを上場するかについては認可制を採用し（金融商品取引法117条2項）、認可に当たり、その政令指定は、金融庁長官が商品市場所管大臣と協議して行うものとされた（金融商品取引法194条の6の2）、金融商品取引法施行令1条の17の2）。黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣、2020年）397頁）。

(19) 東京商品取引所は、「原油や電力に特化した『総合エネルギー市場』をめざす」とされる（石崎隆東京商品取引所社長（代表取締役）、日本経済新聞2020（令和2）年6月19日朝刊20頁）。当初、電気の先物取引は3年間の期限付きの試験上

電力先物取引の参加方法としては、3つの方法がある。⁽²¹⁾第1に、東京商品取引所の取引参加者資格と日本証券クリアリング機構（Japan Securities Clearing Corporation、略称JSCC）⁽²²⁾の清算参加者資格を取得して、「自己取引・自己清算」を行う方法である。第2に、東京商品取引所の取引参加者資格を取得し、商品先物取引業者に口座を開設して「委託取

場であったが、取引が活発化しており、本上場申請する方針が表明された（「東証取引・石崎社長がLNG先物の22年上場目指す エネ取引充実に意欲」SankeiBiz 2020（令和2）年9月17日 <https://www.sankeibiz.jp/business/news/200917/bse2009170500001-n1.htm>（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。

(20) 電力先物取引の役割としては、前述したように、第1に、電力価格の価格変動リスクヘッジ手段の提供が挙げられる。電力スポット価格の価格変動と、新電力の電力調達に占めるスポット調達量の増加に対して、電力スポット価格の固定化ツールとなるという点である。その他、第2に、信用リスクヘッジ手段の提供（電力市場への多様な新規参入者の増加と、取引相手の与信管理の煩雑化に対して、取引相手のクレジットリスクをクリアリングハウスに移転すること）、第3に、電力フォワードカーブの提供（電力売買における意思決定ツールとして、電力スワップ等、相対取引の時価評価の基準となるという役割）も挙げられる。東京商品取引所「電力先物取引の概要」・前掲注（17）3頁。その他、東京商品取引所の電力先物の取引要綱については、同4-7頁等参照。

(21) 東京商品取引所・前掲注（17）10頁。

(22) 2020年7月27日、株式会社日本商品清算機関（Japan Commodity Clearing House Co. Ltd.、略称JCCH）と株式会社日本証券クリアリング機構（JSCC）が合併し、新生株式会社日本証券クリアリング機構（JSCC）となった。株式会社日本取引所グループは、日本政府の方針を踏まえ、「総合取引所」の実現を企業グループ一丸となって推進しており、その一環としての清算機関統合を目的の合併であるとされる。日本証券クリアリング機構は、これまで有価証券等の取引所取引、店頭デリバティブ取引及び国債店頭取引といった金融分野において清算サービスを提供してきたが、合併を機に、JCCHで取り扱っていた貴金属・ゴム・農産物・エネルギー先物取引などの上場商品デリバティブ取引を新たに清算サービスの対象に加え、金融・商品の両分野に対して清算サービスをワンストップで提供する清算機関となった。日本証券クリアリング機構「日本商品清算機構との統合について」（2020（令和2）年7月27日）https://www.jpjx.co.jp/jscs/information/press_releases/u89at3000000eqhb.html（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。

商品先物取引とインサイダー取引

引」を行う方法である。取引参加者は清算参加者とはならず、商品先物取引業者が受託取引参加者かつ清算参加者となる方法である。第3に、東京商品取引所の取引参加者資格もJSCCの清算参加者資格も取得せず、商品先物取引業者に口座を開設して「委託取引」を行う方法である。この場合も第二の方法と同様に商品先物取引業者が受託取引参加者かつ清算参加者となる。

なお、東京商品取引所の電力先物市場においては、電力事業者以外の者（非当業者）の参加が認められているが、取引参加者は法人に限られている。非当業者の参加は、市場の活性化・流動性の確保、価格透明性、⁽²³⁾の観点から必要であると考えられたことによる。詳述すると、第1に、商品先物取引の主な目的は事業者の売買価格を固定することにあるが、取引を行う者が当業者のみの場合には、売り方及び買い方は限界費用及び採算価格を市場にさらすことを嫌い、自ら積極的に価格を変えないため約定されにくいからである。また、第2に、前日スポット市場の価格変動リスクをヘッジすることが難しいケースが発生するからである。⁽²⁴⁾当業者だけでなく、金融機関や個人投資家など様々な者により取引がなされ、非当業者が当業者と異なる観点から注文を出すことで、約定できる機会が増加し、結果的に市場の流動性が高まる⁽²⁵⁾ことが期待されるのである。⁽²⁶⁾特に、売値・買値の値差に着目して売り・買い双方の注文を入れる金融機関等の非当業者の参加が必要とされた。⁽²⁷⁾第3に、価格形成の透明性の観点からも非当業者の参加が必要とされた。非当業者の参加によって海外における燃料市場との間で裁定が働き、⁽²⁸⁾価格の歪みが是正される

(23) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(24) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)9頁。

(25) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(26) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)9頁。

(27) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

論 説

というのである。海外の燃料先物市場に参加するような非業者が国内の電力先物市場に参加することで、海外の燃料先物市場とも連動するような、より公正な価格形成が期待できるとされる。⁽²⁹⁾ 以上のような点が挙げられ、適格な投資家の参加は望ましいものとされたのである。⁽³⁰⁾

ただし、電力会社と個人投資家における情報の非対称性の観点から、個人投資家は参加しない方がよいとされた。⁽³¹⁾ 東京商品取引所の業務規程においても、電力の取引は、法人でない者は行ってはならないとされている⁽³²⁾ (91条1項)。

二 電力取引に関するインサイダー取引規制の必要性と東京商品取引所の業務規程及び細則

1 電力取引におけるインサイダー取引規制の必要性

商品先物取引法においては、前述したようにインサイダー取引規制が存在せず、それが「立法趣旨」であるともされているが、電力の先物取引に限ってはインサイダー取引規制が必要であるとされた。その理由は、前述したように、電力は貯蔵ができず、そして、需要と供給の同時同量を満たす必要があり、受給方向が先物価格に与える影響が大きく、発電設備の停止や稼働状況等が発電量に大きな影響を与えることである。大手電力会社の発電設備の稼働状況等の情報等が電力の需給を反映したその先物価格を大きく変動させる可能性があり、それらについてのインサイダー情報を利用した不正行為の可能性があるとされる。電気事業者とそれ以外の者との間で有する情報量の差が大きい可能性もあり、情報量

(28) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(29) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(30) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(31) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)10頁。

(32) 東京商品取引所「業務規程」前掲・注(5)32頁。

商品先物取引とインサイダー取引

の少ない方に取引を行うことのリスクがある。⁽³³⁾一部の電気事業者及び社員のみがインサイダー情報を入手し、これに基づいて取引を行うことができるのであれば、当該情報を知る電気事業者のみが当該情報に基づいた取引により電力先物市場で利益を得て、他方で当該情報を知らずに取引を行う者が損失を被るおそれがある。⁽³⁴⁾

以上のような理由により、商品の先物取引の中でも特に電力の場合につきインサイダー取引の規制が必要であるとされた。

海外においても、電力の先物取引におけるインサイダー取引規制の必要性を示唆する取引所の処分事案として、ノルウェーの Lyse Produksjo AS と Lyse Handel AS の例が公表されているという。Lyse Produksjo AS は水力発電所を運営し、その発電電力は Nord Pool の電力スポット市場で取引されていた。当該発電所は一時期運転を停止していたが、2009年6月より運転を再開することとなった。しかし、当該運転再開の情報は、先物市場における商品価格に対して潜在的な影響を有するにも関わらず、2009年10月9日まで Lyse Handel AS を除いて公開されていなかった。当該情報が公開されていなかった間に、Lyse Produksjo AS と Lyse Handel AS は先物市場において取引を行った。同事例は、発電所の再開情報を公表せずに先物取引を行ったことについて、インサイダー取引が問題となったものである。⁽³⁵⁾

2 東京商品取引所業務規程第11章（電力の取引の特例等）及び「電力におけるインサイダー規制に関する細則」

(1) 東京商品取引所業務規程及び細則

東京商品取引所の業務規程（以下「業務規程」とする。）は、その第11

(33) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)9頁。

(34) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)15頁。

(35) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)16頁。

論 説

章(91~94条)に「電力の取引の特例等」⁽³⁶⁾を定めている。業務規程3条15項は、「本業務規程に定めるもののほか、エネルギー市場における電力のインサイダー規制に関し必要な事項は、電力におけるインサイダー規制に関する細則をもって定める。」としており、「電力におけるインサイダー規制に関する細則」⁽³⁷⁾(以下「細則」とする。)が定められている(細則1条)。

業務規程92条がインサイダー取引の禁止、93条が重要事実の公表についての規定である。前述したように、前提として、電力の取引は、法人でない者は行ってはならないとされている(同規程91条1項)。受託取引参加者、取次者、遠隔地仲介取引参加者及び外国商品先物取引業者は、法人でない者から電力の取引の委託、取引の委託の取次ぎの委託又は取引の依頼を受けてはならない⁽³⁸⁾(91条2項)。

業務規程92条1項は、「取引参加者及び委託者等は、公表前の重要事実(以下「インサイダー情報」という。)に基づく取引(以下「インサイダー取引」という。)を行ってはならない。」とし、同92条2項は、「電気事業者たる取引参加者及び委託者等は、他者に利益を得させ又は他者の損失の発生を回避させる目的をもってインサイダー情報を他者に対し開示する、又はインサイダー取引を他者に勧める行為を行ってはならない。」としている。

業務規程92条4項は、「重要事実及びインサイダー取引とは、それぞれ

(36) 東京商品取引所「業務規程」・前掲注(5)32-33頁。

(37) 東京商品取引所「細則」・前掲注(5)。

(38) 同規程94条は、届出事項として、取引参加者は、JEPXから処分を受けたとき、又は処分に係る弁明の機会が付与されたときは、遅滞なく、その旨を書面をもって東京商品取引所に届け出なければならないこと(1項)、受託取引参加者及び遠隔地仲介取引参加者は、委託者等がJEPXから処分を受けたとき、又は処分に係る弁明の機会が付与されたときは、遅滞なく、その旨を書面をもって東京商品取引所に届け出なければならない(2項)ことを定めている。

商品先物取引とインサイダー取引

電力におけるインサイダー規制に関する細則に定める事実及び行為をいう。」として、重要事実及びインサイダー取引につき、細則の規定に委ねている。細則2条は、業務規程92条に定める重要事実を細則1号から6号に定めるものとし、公表前の重要事実をインサイダー情報という、としている。細則1号は「認可出力10万キロワット以上の発電ユニットの計画外停止（発電ユニットが電力系統から解列することを指し、発電事業者の意図とは無関係に起こるものをいう。）に係る事実（停止日時、ユニット名、当該発電ユニットが所在するエリア及び発電容量）」、同2号は「前号の発電ユニットを保有する発電事業者が合理的に推測する当該ユニットの停止（発電ユニットが電力系統から解列することをいう。）原因及び復旧見通し」、同3号は「認可出力10万キロワット以上の発電ユニットの計画停止（発電ユニットが電力系統から解列することを指し、発電事業者が意図して行うものをいい、電力需要の低い夜間に停止し、翌日の朝方に起動する運用、ユニット差替え等の日常的な運用停止については除くものとする。）を決定した場合における当該決定の事実」、同4号は「前号の決定を変更する決定を行った場合における当該変更決定の事実（当該変更決定を更に変更する場合も含む。）」、同5号は「第1号又は第3号の発電ユニットの復旧予定日を決定した場合における当該決定の事実」、同6号は「電力広域的運営推進機関の系統情報公開サイトにおいて公表することとされる送電設備の運用容量や使用状況に関する事実等」を規定している。

細則3条1項は、業務規程第92条に定めるインサイダー取引とは、細則の1号・2号に定めるものとする。1号は「インサイダー情報を知った者又は当該者からインサイダー情報の伝達を受けた者が、重要事実の公表前に、当該インサイダー情報と関連する取引をする行為」、2号は「インサイダー情報を知った者又は当該者からインサイダー情報の伝達を受けた者が、重要事実の公表前に、第三者に利益を得させ又は第三者

論 説

の損失の発生を回避させる目的をもって、当該第三者に対しインサイダー情報を開示する、又はインサイダー情報に関連する取引を勧める行為」としている。ただし、同細則3条2項により、1項の規定にかかわらず、インサイダー取引には該当しないものとして、1号「インサイダー情報を知る前に発注していた注文」、2号「インサイダー情報を知る前に締結していた契約又は決定していた計画に基づいて行われた取引」、3号「インサイダー情報を入手する者の内部において、実際にインサイダー情報を知る者と取引を行う者の間に適切な情報遮断措置（ファイアウォールの設置）が講じられている場合に、取引を行う者がインサイダー情報を知らされないで行った取引」が定められている。

業務規程92条3項は、「電気事業者たる取引参加者及び委託者等は、インサイダー情報の管理に努めなければならない。」として、電気事業者である取引参加者及び委託者等にインサイダー情報の管理義務を定めている。

業務規程93条は、「電気事業者たる取引参加者及び委託者等は、電力におけるインサイダー規制に関する細則に定めるところにより、重要事実の公表を行わなければならない。」として、重要事実の公表につき定め、細則にその内容を委ねている。細則4条は重要事実の公表についての規定であり、電気事業者たる取引参加者及び委託者等は、細則2条1号から5号までに掲げる事実のいずれかに該当した場合には、別表に定める公表内容及びその時期に従い、一般社団法人日本卸電力取引所が設置する情報公表サイトにおいて、公表を行わなければならないこととされている。

取引参加者がインサイダー取引に関する業務規程に違反したときは、東京商品取引所は、自主規制委員会の決議により、その取引参加者に対し、制裁を加えることができるとされている。制裁の内容は、戒告、1億円以下の過怠金の賦課又は6月以内の期間を定めての全部若しくは一
(甲南法学'21) 61-1・2・3・4-106 (106)

商品先物取引とインサイダー取引

部の市場における取引若しくは商品清算取引の委託の停止若しくは制限又は取引資格の取消しである（業務規程153条1項9号）。第1項の過怠金の賦課及び取引若しくは商品清算取引の委託の停止又は制限は、これを併課することができる（業務規程153条5項）。東京商品取引所は、業務規程153条1項において戒告をし、過怠金を賦課し、又は取引若しくは商品清算取引の委託の停止若しくは制限を命じることとなった場合、自主規制委員会の決議により、制裁とともに日時を定めて前項各号に該当する行為によって招来された状態を除去するための措置をとることを命ずることができる（業務規程153条2項）。東京商品取引所当社は、前項の場合において、定められた日時までに命ぜられた措置をとらなかったときは、自主規制委員会の決議により、取引資格を取り消すことができる（業務規程153条3項）。取引参加者は、その使用人の行為により取引参加者が第1項各号の規定に該当することとなった場合であっても、使用人の行為に基づく故をもってその責めを免れることはできない（業務規程153条4項⁽³⁹⁾）。

(2) 検討

電力取引についてのインサイダー取引については、現物での議論が先行しており「適正な電力取引についての指針⁽⁴⁰⁾」を参照すべきとの意見が

(39) その他、業務規程1項又は3項の規定に基づき、制裁を受けることとなる取引参加者が同時に他の商品取引所の取引参加者等であるときの他の商品取引所への通知（業務規程153条6項）やクリアリング機構への通知（業務規程153条7項）、制裁に対する弁明の機会について（業務規程154条）の規程等が設けられている。

東京商品取引所「業務規程」・前掲注(5)。

(40) 公正取引委員会・経済産業省「適正な電力取引についての指針」（1999（平成11）年12月作成・公表、2020（令和2）年10月7日改定）https://www.jftc.go.jp/hourei_files/denki.pdf（最終アクセス日2021（令和3）年1月4日）。インサイダー取引については、25-29頁。改定については、経済産業省「『適正な電力取引に

論 説

⁽⁴¹⁾ あった。東京商品取引所の業務規程規制及び細則も「適正な電力取引についての指針」に類似している点がある。⁽⁴²⁾

インサイダー取引規制の対象は、電力の取引である。規制対象者は、インサイダー情報を知った者と情報受領者である。92条1項は、インサイダー取引を、公表前の重要事実（インサイダー情報）に基づく取引であるとしようえで、電気事業者に限らず取引参加者及び委託者によるインサイダー取引を禁止している。同条2項は、電気事業者である取引参加者及び委託者に限って、インサイダー情報を他者に開示すること、またはインサイダー取引を他者に勧める行為を禁止している。他者に利益を得させまたは他者の損失の発生を回避させる目的があることが要件とされている。

重要事実は、電力先物の取引価格に影響する事項、すなわち電力の供給に影響のある事実である。前掲した「適正な電力取引についての指針」のインサイダー情報に類似した内容である。⁽⁴³⁾ 包括条項は存在しない。重要事実について「公表」の義務が定められており、一般社団法人日本卸電力取引所が設置する情報公表サイトで公表するものとされている（細則4条）。なお、この点、前掲した「適正な電力取引についての指針」に

についての指針」を改定しました」(2020(令和2)年10月7日) <https://www.meti.go.jp/press/2020/10/20201007002/20201007002.html> (最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。

(41) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)17頁。

(42) ただし、前掲注(40)にあるように同指針は2020年10月7日に改定されているが、同改定の内容は、現時点では東京商品取引所の業務規程・細則には反映されていないようである。

(43) 公正取引委員会・経済産業省「適正な電力取引についての指針」・前掲注(40)25-26頁。ただし、同指針は改定により、インサイダー情報についての項目を増加している。経済産業省「『適正な電力取引についての指針』改定案 新旧対照表」<https://www.meti.go.jp/press/2020/10/20201007002/20201007002-2.pdf> 2-3頁 (最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。

商品先物取引とインサイダー取引

においても、「発電事業者は、市場参加者が適時に全ての公表対象事実を把握できるように、一般社団法人日本卸電力取引所が設置する情報公表サイトにおいて、一元的に対象となるインサイダー情報を公表する。」ものとされている⁽⁴⁴⁾。

インサイダー取引規制の適用除外となるものとして、①インサイダー情報を知る前に発注していた注文②インサイダー情報を知る前に締結していた契約又は決定していた計画に基づいて行われた取引③インサイダー情報入手する者の内部において、実際にインサイダー情報を知る者と取引を行う者の間に適切な情報遮断措置（ファイアウォールの設置）が講じられている場合に、取引を行う者がインサイダー情報を知らされないで行った取引がある。当該取引を行う正当な理由があるため、問題となる行為には該当しないことになろう⁽⁴⁵⁾。

自明のことではあるが、電力のインサイダー取引に関するについては、

(44) 公正取引委員会・経済産業省「適正な電力取引についての指針」・前掲注(40) 29頁。その他、同指針においては、インサイダー情報のうち、細則6号に類似する「(h) 広域機関の系統情報公開サイト（広域機関システムにおいて公表することとされる送電設備の運用容量や使用状況に関する事実等については、市場参加者は、同サイトを閲覧することにより卸電力市場の価格に重大な影響を及ぼす事実等を知ることが可能である）としている。また、その他のインサイダー情報（a）ないし（g）（認可出力10万キロワット以上の発電ユニットの計画外停止及び計画停止並びに10万キロワット以上の出力低下に関する事実等）については、一般に市場参加者が知り得る情報ではないため、停止又は出力低下する発電ユニットを保有する発電事業者が、以下に記載の時期及び方法にしたがって当該情報を公表することが適切である」としている。公表の方法については本文に記載した通りである。公表の内容及び時期については、例えば、計画停止の場合には、「発電事業者名、停止を予定する発電ユニットの名称・容量、当該発電ユニットが所在するエリア、停止を予定する期間」を「計画停止の決定後速やかに」公表することなどが定められている（同指針27-28頁）。

(45) 公正取引委員会・経済産業省「適正な電力取引についての指針」・前掲注(40) 27頁参照。

論 説

法規制ではなく、東京商品取引所という取引所の業務規程による自主規制がなされているのであり、刑罰・課徴金などの規定はない。取引参加者がインサイダー取引規制に反する場合には、東京商品取引所が制裁を加えることができるが、その内容は、「戒告、1億円以下の過怠金の賦課又は6月以内の期間を定めての全部若しくは一部の市場における取引若しくは商品清算取引の委託の停止若しくは制限又は取引資格の取消し」である。金融商品取引法上のインサイダー取引規制（同法166条、167条）に比して重要事実、公表などにつき詳細な規程がなくとも罪刑法定主義との問題は当然生じない。⁽⁴⁶⁾

現在のところ、電力先物のインサイダー取引規制は、電力の特殊性のために、立法的な手当てではなく、商品取引所の業務規程・細則により対応がされているにすぎない。⁽⁴⁷⁾

おわりに～今後の課題～

電力のインサイダー取引については、電力に貯蔵性がないこと、生産者が需給をコントロールできるという電力取引の特性からの規制が必要とされ、また、その特殊性の故に商品取引所の業務規程・細則による自主規制がされている。

電力のインサイダー取引規制が、以上のように電力取引の特性に由来するものであるとすれば、電力以外の商品先物取引一般についてはインサイダー取引規制を観念しなくてもよいようにも思われる。しかし、この点についてはすでに、「今後わが国の商品先物が発展するうえで、少なくとも行為規制としてインサイダー取引規制についても、諸外国に比肩しうような法制度の整備が必要不可欠であろう」との指摘がされて

(46) 金融商品取引法上のインサイダー取引に関する刑事責任につき、黒沼・前掲注(18)478-479頁参照。

(47) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)17頁参照。

⁽⁴⁸⁾
いた。

この点、アメリカにおいても、1960年代までには証券についてインサイダー取引が規制されたのに対して、商品についてはインサイダー取引の規制がなされてこなかったが、近年、変化がみられる。⁽⁴⁹⁾ インサイダー取引に関する古典的理論は、コモディティ、先物及びスワップ等に対してはあまり適用されてこなかったが、インサイダー取引の“不正流用理論 (misappropriation theory)”は適用可能であり、現在 CFTC の主な執行手段と考えられているという。⁽⁵⁰⁾ 不正流用理論は、2008年のドッド・フランク法制定によってデリバティブの文脈に取り入れられた。同法753条は、「スワップまたは州間取引における商品先物受渡または先物契約と関連した不正及び市場操作」を禁じ、これが CEA§6(c)3として法典化された。⁽⁵¹⁾ そして、CFTC 規則180.1は、「スワップまたは州間取引における商品先物売渡し契約または先渡契約に関連する詐欺行為または改ざん行為に従事する者は、既存の義務に違反して重要な非公開情報をもとに取引する、あるいは、不正または詐欺を通じて入手した重要な非公開情報を基に取引する」ことを禁じている。⁽⁵²⁾ ⁽⁵³⁾ ⁽⁵⁴⁾

(48) 中曾根玲子「第3章 アメリカ商品取引所法におけるインサイダー取引規制について——インサイド情報の定義と規制の限界——」全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系10』(全国商品取引所連合会、1998(平成10)年)63-64頁。

(49) Andrew Verstein, *Insider Trading in Commodities Markets*, 102 Va. L. Rev. 447, 458 (2016). https://virginialawreview.org/sites/virginialawreview.org/files/Verstein_Online.pdf (最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。なお、初期においては、証券についても商品についてもインサイダー取引につき「寛容」であったとされる (*Id.* at 456-458.

(50) *Id.* at 463-65.

(51) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング(経済産業省平成29年度商取引適正化・製品安全に係る事業)「電力先物市場の在り方に関する調査報告書(2018(平成30)年3月30日)https://www.meti.go.jp/meti_lib/report/H29FY/000116.pdf 126頁(最終アクセス日2021(令和3)年1月4日)。

(52) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング・前掲注(51)121-126頁。

また、EUにおいては、2011（平成23）年12月に施行された「エネルギー市場の統合性及び透明性確保に関する規則（REMIT: Regulation on Energy Market Integrity and Transparency）」が電力・ガスの卸取引に係るデリバティブに係るインサイダー取引を禁止し、2016（平成28）年7月に適用を開始した「市場濫用指令Ⅱ（Market Abuse Directive: MADⅡ）」が電力・ガスに限らず証券等も含む金融商品市場の取引を規制対象としているとされる⁽⁵⁵⁾。

電力取引においては、電力の貯蔵できないという特性、生産者が需給

(53) 三菱UFJリサーチ&コンサルティング・前掲注(51)126頁。

(54) もっとも、日本においては、アメリカの動向をそのまま参考にするには注意がいる。第一に、商品先物取引法には、金融商品取引法第6章不正取引に当たる章が存在せず、金融商品取引法157条のような一般的・包括的な不正行為禁止規定もしない。第二に、金融商品取引法上のインサイダー取引の議論を参考にするとしても、インサイダー取引の不正流用理論との関係では、金融商品取引法163条以下のインサイダー取引に関する条文ではなく、同法157条の適用の議論となろう。しかし、同条は一般的・包括的な不正行為禁止規定であるが、罪刑法定主義の観点からその構成要件が不明確であるとの批判があり、実際にはほとんど適用されていない（松尾直彦「金商法第6章の不正取引規制の体系」金融商品取引法研究会編『金融商品取引法制の潮流』（公益財団法人 日本証券経済研究所、2015（平成27）年）269頁）。また、日本におけるインサイダー取引規制導入の経緯からも難しい点がある。アメリカでは、インサイダー取引は、日本の金融商品取引法157条に相当する連邦証券取引所法10条b項及びこれに基づくSEC規則10b-5によって規制されていた。そこで、日本でもインサイダー取引を157条違反と捉える学説が唱えられていた（神崎克郎『証券取引法〔新版〕』（青林書院、1987（昭和62）年）610頁）。しかし、157条は、インサイダー取引のみを禁止するために制定された規定ではなく、インサイダー取引の構成要件を定めたものではないため、157条によってインサイダーの刑事責任を追及することは難しいと考えられており（鈴木竹雄＝河本一郎『証券取引法〔新版〕』（有斐閣、1984（昭和59）年）555頁、横島祐介『逐条解説インサイダー取引規制と罰則』（商事法務、1989（平成元）年）14頁）、実際に訴追された例もない（黒沼・前掲注(18)431頁）。

(55) 経済産業省商務・サービスグループ・前掲注(8)29頁。三菱UFJリサーチ&コンサルティング・前掲注(51)75-78、97-100頁以下。

商品先物取引とインサイダー取引

をコントロールできるという点から取引所の業務規程等においてインサイダー取引規制がなされている。しかし、需給をコントロールできる者がいるという点にインサイダー取引規制の根拠を求めるのであれば、そのような者が存在するのが電力取引に限られないのであれば、他の商品等の取引においてもインサイダー取引規制の必要がある可能性はある。この点については、アメリカの CFTC や EU の MAR (Market Abuse Regulation) 等の動向に関するより詳細な検討を併せて今後の検討課題としたい。

付記 脱稿後校正中に、2021 (令和 3) 年初めの液化天然ガス (LNG) 不足による電力需給の逼迫による電力卸値の高騰報道 (日経新聞2021 (令和 3) 年 1 月 13 日朝刊 2 頁) に対する「健全で堅固な自由電力市場には、透明性と流動性のある現物と先物が車の両輪として機能する必要がある」とのコメントに接した (高井裕之 (欧州エネルギー取引所グループ 上席アドバイザー) 日経新聞2021 (令和 3) 年 1 月 13 日夕刊 7 頁)。電力価格の安定にとって、電力先物取引がいかに重要か。実務からの期待の大きさを知ることができる。この点を前提に、電力先物市場におけるインサイダー取引規制についてもその必要性が認識される。